

短期业绩承压，静待公司未来成长

核心观点

- **事件：**公司发布 2021 年报，全年实现收入 4.1 亿（-11.1%），实现归母净利润 0.30 亿（-66.5%），实现扣非净利+0.21 亿（-74.3%），其中 Q4 单季度实现收入 0.88 亿（-43.0%），实现归母净利润-0.13 亿（-139.2%），实现扣非净利-0.16 亿（-151.1%）。此外公司发布 22Q1 季报，实现收入 0.69 亿（-48.7%），实现归母净利润-0.15 亿（-172.0%），实现扣非净利-0.15 亿（-180.0%）。
- **核心业务营收略有下滑主要系重卡景气度下降所致。**分产品来看，智能增强驾驶系统、高级辅助驾驶系统收入分别达到 2.4 亿、0.7 亿，同比增速分别为-5.7%、-0.1%，均略有下滑，主要原因在于前装重卡景气度下滑以及后装渣土车市场低迷，重卡销量下滑所致。根据第一商用车网数据，2021 年全年重卡累计销售 139.1 万辆，同比下降 14.1%，而重卡是公司主要的产品配套车型，因此以重卡为代表的商用车市场持续低迷对公司的前装业务造成了较大的冲击。
- **业绩承压系毛利率下降及期间费用率上升所致。**2021 年度公司综合毛利率为 41.8%（-5.4pct），主要系原材料涨价、行业整体竞争加剧以及公司加大市场开拓力度影响。此外，期间费用率为 43.5%，同比上升 11.1pct，主要是研发投入加大所致。报告期间研发费用率 28.1%，同比上升 9.8pct。
- **丰富迭代产品与巩固拓展客户同步发展。**产品端方面，除完善现有产品功能外，公司在智能网联领域深入布局，控制器产品，向域控制器方向延伸，形成多元化产品布局。客户端方面，公司产品的应用车型从客车、重卡向广义商用车及乘用车领域延伸，拓展各类型的主机厂客户并不断提高渗透率，积累客户群体优势。随着公司产品端和客户端的发展，营收和利润有望迎来改善。

盈利预测与投资建议

- 调整收入增速毛利率及费用率，我们预测公司 22-24 年 EPS 分别为 0.33/0.82/1.08 元（原预测 22-23 年 EPS 为 1.86/2.37 元）。考虑到 22 年疫情影响，以及行驶记录仪新标准落地带来的需求主要在 23 年释放，根据可比公司 23 年的 PE 水平，给予公司 23 年 24 倍 PE，对应目标价为 19.68 元，维持买入评级。

风险提示

政策落地不及预期风险、疫情影响下游需求风险等

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	456	406	464	665	879
同比增长(%)	45.6%	-11.1%	14.5%	43.1%	32.3%
营业利润(百万元)	93	19	37	89	116
同比增长(%)	24.0%	-79.8%	97.0%	140.3%	31.2%
归属母公司净利润(百万元)	88	30	33	82	109
同比增长(%)	26.7%	-66.5%	12.4%	147.9%	31.9%
每股收益(元)	0.88	0.29	0.33	0.82	1.08
毛利率(%)	47.2%	41.8%	41.8%	41.5%	40.8%
净利率(%)	19.4%	7.3%	7.2%	12.4%	12.4%
净资产收益率(%)	10.0%	3.2%	3.6%	8.3%	10.0%
市盈率	20.1	60.0	53.4	21.5	16.3
市净率	1.9	1.9	1.9	1.7	1.6

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级 买入（维持）

股价（2022年05月05日）	17.68 元
目标价格	19.68 元
52 周最高价/最低价	53.04/16.01 元
总股本/流通 A 股（万股）	10,034/5,292
A 股市值（百万元）	1,774
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2022 年 05 月 06 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	6.51	-26.64	-45.32	-52.22
相对表现	3.96	-19.05	-29.94	-25.39
沪深 300	2.55	-7.59	-15.38	-26.83



证券分析师

浦俊懿	021-63325888*6106 pujunyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050004
陈超	021-63325888*3144 chenchao3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521050002

表 1：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元) 2022/05/05	每股收益 (元)			市盈率		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
中科创达	300496	96.38	1.52	2.16	2.94	63.29	44.68	32.74
道通科技	688208	28.89	0.97	1.20	1.66	29.69	24.05	17.39
德赛西威	002920	125.39	1.50	2.09	2.87	83.59	59.88	43.63
科博达	603786	40.70	0.97	1.33	1.79	41.87	30.57	22.77
均胜电子	600699	10.99	-2.74	0.50	0.91	-4.01	22.09	12.14
	最大值					83.59	59.88	43.63
	最小值					(4.01)	22.09	12.14
	平均数					42.89	36.26	25.73
	调整后平均					44.95	33.10	24.30

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

调整收入增速毛利率及费用率，我们预测公司 22-24 年 EPS 分别为 0.33/0.82/1.08 元（原预测 22-23 年 EPS 为 1.86/2.37 元）。考虑到 22 年疫情影响，以及行驶记录仪新标准落地带来的需求主要在 23 年释放，根据可比公司 23 年的 PE 水平，给予公司 23 年 24 倍 PE，对应目标价为 19.68 元，维持买入评级。

表 2：核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元 (标注除外)	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
核心假设						
销售费用率	5.0%	4.8%	/	6.6%	5.4%	5.1%
变动幅度				1.6%	0.6%	
管理费用率	5.9%	5.8%	/	7.8%	6.3%	5.9%
变动幅度				1.9%	0.6%	
研发费用率	17.9%	18.0%	/	24.6%	20.3%	19.7%
变动幅度				6.7%	2.3%	
分产品盈利预测						
智能增强驾驶系统						
销售收入	590	755	/	279	432	587
变动幅度				-52.8%	-42.8%	
毛利率	46.5%	46.6%	/	38.9%	39.4%	39.0%
变动幅度				-7.6%	-7.1%	
高级辅助驾驶系统						
销售收入	169	243	/	81	113	154
变动幅度				-52.0%	-53.4%	

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

毛利率	41.2%	41.0%	/	34.3%	34.6%	34.2%
变动幅度				-6.8%	-6.3%	
人机交互终端						
销售收入	41	42	/	24	25	27
变动幅度				-41.9%	-41.9%	
毛利率	48.9%	48.7%	/	46.5%	46.3%	45.9%
变动幅度				-2.4%	-2.4%	
车载联网络端			/			
销售收入	133	174		17	19	23
变动幅度				-87.4%	-89.1%	
毛利率	41.6%	41.4%	/	39.0%	39.0%	39.0%
变动幅度				-2.6%	-2.4%	
智慧城市						
销售收入	38	43	/	40	48	58
变动幅度				5.9%	10.5%	
毛利率	77.5%	77.4%	/	73.5%	73.4%	73.0%
变动幅度				-4.0%	-4.0%	
其他主营业务						
销售收入	10	11	/	14	16	17
变动幅度				39.8%	39.8%	
毛利率	80.6%	80.6%	/	40.0%	40.0%	40.0%
变动幅度				-40.6%	-40.6%	
销售收入合计	981	1,269		464	665	879
变动幅度				-52.7%	-47.6%	
综合毛利率	46.6%	46.2%	/	41.8%	41.5%	40.8%
变动幅度				-4.8%	-4.7%	

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

表 3：主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
营业收入	981	1,269	/	464	665	879
变动幅度				-52.7%	-47.6%	
营业利润	196	250	/	37	89	116
变动幅度				-81.1%	-64.5%	
归属母公司净利润	186	237	/	33	82	109
变动幅度				-82.1%	-65.3%	
每股收益（元）	1.86	2.37	/	0.33	0.82	1.08
变动幅度				-82.2%	-65.4%	
毛利率(%)	46.6%	46.2%	/	41.8%	41.5%	40.8%
变动幅度				-4.8%	-4.7%	
净利率(%)	18.9%	18.7%	/	7.2%	12.4%	12.4%
变动幅度				-11.8%	-6.3%	

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	354	397	164	66	88	营业收入	456	406	464	665	879
应收票据及应收账款	314	236	418	598	791	营业成本	241	236	270	389	520
预付账款	5	3	4	5	7	营业税金及附加	3	2	3	4	5
存货	62	123	135	194	260	营业费用	30	28	31	36	45
其他	188	41	42	43	45	管理费用及研发费用	118	147	151	177	225
流动资产合计	924	800	763	908	1,191	财务费用	(12)	(10)	(1)	1	8
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	7	5	(0)	5	6
固定资产	52	80	194	247	286	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	42	123	35	17	13	投资净收益	2	3	2	2	2
无形资产	18	19	50	60	64	其他	21	18	24	34	44
其他	99	93	92	93	96	营业利润	93	19	37	89	116
非流动资产合计	211	315	371	417	459	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	1,134	1,115	1,133	1,325	1,650	营业外支出	0	2	2	2	2
短期借款	55	55	5	54	204	利润总额	93	16	35	87	114
应付票据及应付账款	116	88	108	155	208	所得税	4	(10)	2	4	6
其他	37	44	58	70	84	净利润	88	26	33	82	109
流动负债合计	208	187	171	280	497	少数股东损益	0	(3)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	88	30	33	82	109
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.88	0.29	0.33	0.82	1.08
其他	9	11	11	11	11	主要财务比率					
非流动负债合计	9	11	11	11	11		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	217	198	183	291	508	成长能力					
少数股东权益	0	4	4	4	4	营业收入	45.6%	-11.1%	14.5%	43.1%	32.3%
股本	100	100	100	100	100	营业利润	24.0%	-79.8%	97.0%	140.3%	31.2%
资本公积	653	654	654	654	654	归属于母公司净利润	26.7%	-66.5%	12.4%	147.9%	31.9%
留存收益	164	159	192	275	383	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	47.2%	41.8%	41.8%	41.5%	40.8%
股东权益合计	917	918	951	1,033	1,142	净利率	19.4%	7.3%	7.2%	12.4%	12.4%
负债和股东权益总计	1,134	1,115	1,133	1,325	1,650	ROE	10.0%	3.2%	3.6%	8.3%	10.0%
现金流量表						ROIC	8.5%	1.5%	3.6%	8.3%	9.6%
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力					
净利润	88	26	33	82	109	资产负债率	19.2%	17.7%	16.1%	22.0%	30.8%
折旧摊销	9	16	18	29	34	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.6%
财务费用	(12)	(10)	(1)	1	8	流动比率	4.44	4.28	4.45	3.24	2.40
投资损失	(2)	(3)	(2)	(2)	(2)	速动比率	4.13	3.61	3.64	2.53	1.86
营运资金变动	(272)	164	(158)	(188)	(201)	营运能力					
其它	228	(174)	(2)	2	3	应收账款周转率	2.8	2.5	3.1	3.7	3.6
经营活动现金流	39	20	(111)	(76)	(51)	存货周转率	4.6	2.5	2.0	2.3	2.2
资本支出	(31)	(120)	(72)	(72)	(72)	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
长期投资	(21)	21	0	0	0	每股指标(元)					
其他	(255)	155	(0)	2	2	每股收益	0.88	0.29	0.33	0.82	1.08
投资活动现金流	(307)	57	(72)	(70)	(70)	每股经营现金流	0.39	0.20	-1.11	-0.76	-0.51
债权融资	0	5	0	0	0	每股净资产	9.14	9.10	9.44	10.26	11.34
股权融资	10	2	0	0	0	估值比率					
其他	9	(42)	(49)	48	142	市盈率	20.1	60.0	53.4	21.5	16.3
筹资活动现金流	19	(35)	(49)	48	142	市净率	1.9	1.9	1.9	1.7	1.6
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBITDA	16.0	58.1	26.4	12.2	9.1
现金净增加额	(248)	41	(233)	(98)	21	EV/EBIT	17.8	156.8	39.7	16.1	11.6

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn